

钢铁

自下而上，同中求异

刚性增量为“弊”，弹性增量要“辩证看待”。预计2020年国内粗钢产量约为10.07-10.54亿吨，同比增速在2.1%-6.9%之间。其中在整个产量增幅中，刚性增幅为2.7%-4.2%，弹性增幅为-0.6%-2.7%。在弹性增幅中有关电炉开工率高低及废钢比例添加情况与行业盈利高低息息相关，即弹性增量越大并不一定对行业是一个压力，弹性增量多是结果导向型，即盈利处于高位时，才会导致这部分弹性增量大批释放。

需求重在房地产韧性与基建复苏的配合。以房地产新开工面积同比增速和基建投资同比增速为主要参考指标做出2020年需求的三项测算值，在一定假设基础上我们预计国内终端需求同比变化幅度约在-0.9%-4.2%之间，整体需求同比变化幅度约在-1.2%-3.5%之间。

盈利底部位置或上移。对长期需求依然以悲观为前提下，预计2020年钢价中枢仍会继续下移，范围在3300-4100元/吨。2019年铁矿石价格超额上涨对钢厂而言是一个成本压力，但2020年铁矿石相对钢价或有超额下跌，从边际变化上看由成本压力转为成本红利，预计2020年吨钢毛利若维持在300元/吨以上的水平，则钢价中枢（含税）需在3550元/吨以上。对于盈利底部位置判断，我们认为2020年电炉钢产量占比会有进一步提升，边际上对供给侧阶段性的调节作用会加强；此外铁矿石会从成本压力转向成本红利，而废钢价格依旧会以偏刚性为主，综上认为2020年电炉钢与长流程的成本差在行业低谷时会高于2019年，底部差值预计在200元/吨左右。

投资建议。钢铁行业产能置换仍未完成，产量增长仍有空间，长期需求悲观，市场更倾向于认为行业盈利底部尚未出现，当中预期差关键变量主要是产量边际变化，基建好转程度及地产需求韧性等问题，但在供给侧或需求侧没有明确的利好支撑之前，普钢板块估值有明显的大幅修复并不容易，市场也多半以阶段性行情为主。在面对同样的行业大局势下，我们认为选股可将目光放长远些，自下而上选择，在同质化标的中寻求差异化。投资建议上提示两类模式选股：I 阶段性行情：选择弹性大、吨钢盈利居前的优质标的。主推标的：方大特钢、三钢闽光、华菱钢铁；II 中短期行情：同中求异，寻找成长性。推荐标的：方大特钢、久立特材。

风险提示：不限产企业产量波动超预期风险；产能置换致有效产能大幅释放的风险；环保限产政策实际执行效果低于预期的风险；需求下滑超预期的风险；原料价格相对钢价表现强势且超预期的风险。

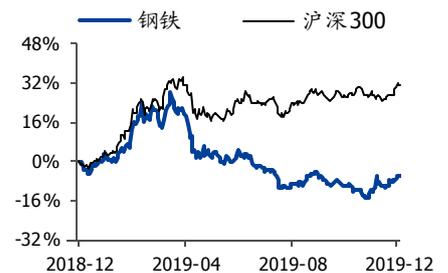
重点标的

股票代码	股票名称	投资评级	EPS (元)				PE			
			2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
002318	久立特材	买入	0.36	0.61	0.66	0.73	25.81	15.23	14.08	12.73
600507	方大特钢	买入	2.02	1.14	1.35	1.85	4.99	8.83	7.46	5.44
002110	三钢闽光	增持	2.65	1.56	1.47	1.59	3.35	5.70	6.05	5.59
000932	华菱钢铁	增持	1.61	1.03	1.16	1.26	2.91	4.54	4.03	3.71

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

增持（维持）

行业走势



作者

分析师 丁婷婷

执业证书编号：S0680512050001

邮箱：dingtingting@gszq.com

相关研究

- 《钢铁：短期或延续长弱板强格局》2019-12-15
- 《钢铁：钢价短期大幅下调空间有限，后期看补库节奏》2019-12-08
- 《钢铁：低库存对钢价仍有支撑》2019-12-01



内容目录

1、刚性增量为“弊”，弹性增量要“辩证看待”	4
1.1 环保限产放松是致产量增加的主流因素	4
1.2 2020年供给增量分为刚性与弹性	7
1.2.1 刚性增量之存量产能利用率提升空间	7
1.2.2 刚性增量之产能置换新增量	8
1.2.3 弹性增量之电炉钢开工率变化	9
1.2.4 弹性增量之废钢添加比例调整	10
1.2.5 弹性增量之环保限产	11
1.3 产量预测：预计同比增速为2.1%-6.9%	13
2、需求重在房地产韧性与基建复苏的配合	14
2.1 房地产：增速或自高位回落，后期主要看韧性	14
2.2 基建：同比增速有回升预期	16
2.3 制造业：关注汽车、油气细分领域	18
2.4 需求预测：预计同比增速为-1.2%-3.5%	19
3、盈利底部位置或上移	20
3.1 钢材及主要原料价格变动的预期之内与预期之外	20
3.2 2020年钢价与吨钢毛利联动关系预判	22
3.3 吨钢盈利底部位置再探讨	22
3.3.1 电炉钢停产依然是主要保障	22
3.3.2 预计行业低谷期长短成本差略高于2019年	23
4、投资建议	24
5、风险提示	27

图表目录

图表 1: 2019 年国内钢铁产量同比变化情况.....	4
图表 2: 主要环保限产地区日均铁产量变化情况.....	5
图表 3: 主要非环保限产地区日均铁产量变化情况.....	6
图表 4: 近三年国内粗钢与生铁比值变化.....	7
图表 5: 国内主要千万吨级钢企近几年产能利用率变化.....	8
图表 6: 2018 年以来产能置换项目投产进度假设.....	9
图表 7: 不同盈利环境下长短流程钢厂开工率走势情况.....	10
图表 8: 近两年电炉钢开工率对比走势.....	10
图表 9: 企业生产能动性相对盈利的演化.....	11
图表 10: 河北与全国高炉开工率对比走势.....	11
图表 11: 环保限产区域近几年日均粗钢产量变化.....	12
图表 12: 环保限产地区产量预估.....	13
图表 13: 2020 年粗钢产量预测 (单位: 万吨).....	13
图表 14: 全国房贷平均利率走势 (%).....	14
图表 15: 30 大中城市商品房成交面积当月同比.....	14
图表 16: 100 大中城市成交土地楼面均价当周值.....	14
图表 17: 100 大中城市成交土地溢价率当周值.....	14
图表 18: 近两年土地购置面积变化.....	15
图表 19: 房地产开发投资完成额情况.....	15
图表 20: 房地产新开工及施工面积同比变化.....	15
图表 21: 商品房销售面积变动情况.....	16
图表 22: 商品房待售面积变动情况.....	16
图表 23: 地方政府专项债当月值.....	16
图表 24: 非金融性公司当月新增中长期贷款.....	17
图表 25: PPP 项目总投资额与落地率.....	17
图表 26: 基建投资增速变化情况.....	17
图表 27: 国内挖掘机产量及同比增速.....	18
图表 28: 国内汽车产量及同比增速.....	18
图表 29: 中长期原油主干管网规划示意图.....	19
图表 30: 中长期天然气主干管网规划示意图.....	19
图表 31: 三桶油历年勘探与开发资本性支出 (单位: 亿元).....	19
图表 32: 国内钢材需求测算.....	20
图表 33: 钢材及主要原料价格相对走势.....	21
图表 34: 不同价格对应的吨钢盈利情况 (单位: 元/吨).....	21
图表 35: 2020 年吨钢毛利与钢价联动关系假设 (单位: 元/吨).....	22
图表 36: 电炉开工率与短流程盈利对比走势.....	23
图表 37: 长短流程吨钢毛利对比走势 (单位: 元/吨).....	23
图表 38: 2017 年以来普钢板块市盈率走势.....	24
图表 39: 部分主要普钢企业近几年吨钢毛利情况.....	25
图表 40: 主要普钢上市公司分红情况.....	26

1、刚性增量为“弊”，弹性增量要“辩证看待”

1.1 环保限产放松是致产量增加的主流因素

2019 年 1-11 月，国内铁产量约为 7.39 亿吨，同比增长 5.1%；钢产量为 9.04 亿吨，同比增长 7.0%；材产量为 11.05 亿吨，同比增长 10.0%。根据统计局已公布数据，平均年化粗略测算 2019 年全年产量及同比增长情况，得出在同口径计算下，铁、钢、材同比绝对增量分别为 3912/6453/10956 万吨。

图表 1: 2019 年国内钢铁产量同比变化情况

单位：万吨	铁	钢	材
2019 年 1-11 月	73,894	90,418	110,474
累计同比	5.1%	7.0%	10.0%
2018 年同口径	70,308	84,503	100,431
同比绝对增量	3,586	5,915	10,043
2019 平均年化	80,612	98,638	120,517
2018 平均年化	76,700	92,185	109,561
年化绝对增量	3,912	6,453	10,956

资料来源：国家统计局，国盛证券研究所

★增量来源解析

I 铁产量增加：主要源于环保限产放松及非限产企业产能利用率的提升

从主要环保限产省市各月日均产量数据变化看，山西、河北、山东等省市为主要取暖季限产大省。受 2018 年环保限产政策趋严影响，在当年一季度均是其全年产量的低点。2019 年整体限产政策放松后，主要环保限产省市的生铁产量同比均有明显的增长。此外，江苏省 2018 年全年产量的低点集中在 3 季度，2019 年江苏省产量同比变化如同我们年中预判一样走出前低后高的形态。据测算，2019 年涉及环保限产主要六大省市粗钢产量合计约为 3.86 亿吨，同比增加约 2421 万吨，基本符合我们年中策略环保增量中性假设测算预期（测算值 2357 万吨）。

图表 2: 主要环保限产地区日均铁产量变化情况

万吨	天津	河北	山西	江苏	山东	河南	合计
2019-02	4.5	59.2	14.3	19.9	17.4	5.2	120.4
2019-03	5.4	56.4	12.0	23.3	18.3	5.2	120.6
2019-04	6.5	67.2	14.7	20.2	21.0	7.5	137.1
2019-05	6.8	63.8	15.2	20.5	20.8	9.0	136.2
2019-06	6.9	63.0	15.7	20.2	21.2	8.2	135.2
2019-07	6.6	53.1	15.0	20.4	20.4	8.5	123.9
2019-08	6.5	61.9	14.4	20.6	20.7	8.3	132.4
2019-09	6.3	58.9	13.9	20.6	19.1	7.5	126.2
2019-10	5.9	52.9	13.5	20.4	17.8	5.9	116.4
同比变化							
2019-02	31.0%	22.9%	26.5%	-3.3%	8.1%	-1.3%	14.9%
2019-03	59.3%	16.8%	0.0%	15.9%	4.3%	-9.6%	12.7%
2019-04	37.9%	16.5%	6.8%	0.8%	8.4%	8.4%	11.9%
2019-05	29.7%	5.8%	11.4%	7.1%	9.6%	25.2%	9.3%
2019-06	37.3%	-1.2%	10.8%	10.5%	15.3%	16.0%	6.7%
2019-07	25.0%	-14.7%	9.0%	14.2%	6.7%	15.5%	-1.3%
2019-08	25.3%	6.6%	1.3%	17.2%	6.5%	9.1%	8.5%
2019-09	13.7%	-4.4%	6.5%	14.1%	-4.4%	-9.5%	-0.2%
2019-10	19.3%	-15.3%	9.7%	16.7%	-9.2%	-18.3%	-6.2%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

对于非环保限产地区, 铁产量增加值则主要源于高炉产能利用率的进一步提升。我们从统计主要非环保限产省市日均产量数据发现, 每年中各月日均产量波动幅度相对较小。我们认为, 产量没有出现大幅下降情况, 一方面表明没有外部政策的限产约束, 另一方面说明当前盈利下企业主动减产情况仍属罕见; 2019年相对2018年有小幅增长则主要源于各企业在现金流稳定的情况下进一步追求产量上的扩张。

图表 3: 主要非环保限产地区日均铁产量变化情况

万吨	辽宁	湖北	广东	江西	四川	湖南	广西
2018-02	17.0	6.6	5.5	6.1	5.2	5.0	3.7
2018-03	17.2	6.7	5.0	5.7	5.4	4.6	3.8
2018-04	16.4	6.6	5.1	6.1	5.4	5.2	3.5
2018-05	17.5	6.5	5.8	5.9	5.6	5.1	3.9
2018-06	17.3	6.8	5.6	6.0	5.8	5.9	4.0
2018-07	16.4	6.8	5.7	6.2	5.2	5.6	4.0
2018-08	17.3	7.3	5.7	5.6	5.2	5.6	4.1
2018-09	17.8	7.2	5.5	5.8	5.4	5.7	4.0
2018-10	17.6	7.1	5.7	6.2	5.5	5.6	4.0
平均值	17.2	6.8	5.5	5.9	5.4	5.4	3.9
2019-02	18.6	7.6	5.7	6.0	5.7	5.4	4.1
2019-03	17.9	7.1	5.7	6.1	5.4	5.6	4.0
2019-04	18.1	7.2	5.8	6.0	5.8	5.6	4.2
2019-05	17.8	7.2	5.7	6.2	5.9	5.7	4.1
2019-06	17.8	7.3	5.8	6.2	6.4	5.6	4.2
2019-07	18.0	7.2	5.7	5.8	5.4	5.6	4.0
2019-08	17.4	7.4	5.8	5.9	5.8	5.5	3.9
2019-09	18.5	7.5	5.7	5.8	5.8	5.3	4.0
2019-10	18.4	5.8	5.8	5.8	6.0	5.4	3.9
平均值	18.0	7.1	5.7	6.0	5.8	5.5	4.0
均值同比增长	5.2%	4.5%	4.4%	0.5%	7.3%	3.0%	3.9%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

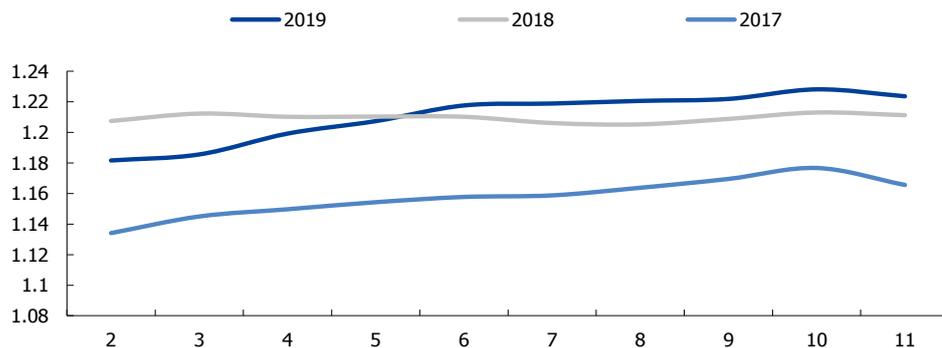
II 钢产量增加: 一方面源于长流程铁产量的增加; 另一方面源于电炉钢新产能的投放

国内铁产量增加后会直接带来相应粗钢产量的增加; 另一方面 2019 年国内电炉钢新增产能有所投放, 据 Mysteel 统计数据披露 2019 年预计电炉钢新增投产产能约为 1560 万吨。

那么废钢比在 2019 年是否为主要影响因素?

对比 2018 与 2017 年, 2017 年国内钢/铁比均值为 1.158 点, 2018 年在盈利持续创新高的激励下, 国内钢/铁比一度上升至 1.209 点。2019 年, 尤其在上半年, 自吨钢盈利从高位开始大幅回落后, 钢/铁比值曾一度维持在 1.2 点以下, 直至下半年开始有所恢复, 但全年均值仅为 1.21 点, 与 2018 年基本相当。我们若排除电炉钢新增产能投放的影响, 认为 2019 年度钢比因素致粗钢产量增加的影响作用相对较小。

图表 4: 近三年国内粗钢与生铁比值变化



资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所

1.2 2020 年供给增量分为刚性与弹性

对于 2020 年产量增加的源头, 我们将其分为刚性与弹性两部分:

刚性增量是与行业盈利相关度较小的增量, 如企业存量产能利用率的提升、产能置换致新增产量的投放。

弹性增量一部分是与行业盈利相关度较高的部分, 如电炉钢开工率高低、废钢添加比例调整; 另一方面是政策因素问题, 如环保限产政策。

1.2.1 刚性增量之存量产能利用率提升空间

鉴于京津冀企业产量释放多与环保限产因素息息相关, 尤其是一季度的产量, 在此我们主要考虑剔除环保限产企业后的产能利用率变化, 对于处于环保限产区域的钢企则主要在环保限产章节中分析。

自 2016 年行业盈利逐步恢复以来, 国内主要钢铁企业集团产能利用率持续保持在高位。剔除主要环保限产企业后, 2017 年国内主要千万吨级钢企产能利用率均值为 90.1%, 同比大幅上升 9.4 个 pct; 2018 年同比上升 4.6 个 pct 至 94.7%, 2019 年在盈利尚好及现金流稳健的情况下再度上升 2.5 个 pct 至 97.1%。

从当前水平及变化趋势上看, 我们判断如下:

I 2017 年以来国内主要非限产的千万吨级钢企产能利用率均保持在 90% 以上, 背后隐含的意义是行业持续保持较高的景气度水平;

II 波动幅度上, 提高的幅度呈现逐年下降的态势, 在行业总产能规模瓶颈的约束下, 边际提升空间在逐步缩窄, 2019 年预计可达到 97% 的水平, 未来继续上升的空间更为有限。

图表 5: 国内主要千万吨级钢企近几年产能利用率变化

钢企集团	粗钢产能 (万吨)	产能利用率			
		2016	2017	2018	2019E
宝武钢铁集团	9,000	92%	95%	97%	93%
河钢集团	5,000	90%	88%	90%	88%
江苏沙钢集团	4,100	81%	94%	99%	99%
鞍钢集团	3,900	85%	88%	96%	100%
北京建龙重工集团	3,500	47%	58%	80%	85%
首钢集团	3,000	89%	92%	91%	86%
山东钢铁集团	2,540	91%	85%	91%	90%
湖南华菱钢铁集团	2,100	74%	96%	110%	116%
本钢集团	2,000	72%	79%	79%	85%
包头钢铁集团	1,850	67%	77%	82%	76%
江西方大集团	1,600	85%	94%	97%	94%
日照钢铁控股集团	1,500	92%	100%	100%	99%
广西柳州钢铁集团	1,400	79%	88%	97%	91%
安阳钢铁集团	1,325	79%	76%	83%	51%
中信泰富特钢集团	1,300	65%	67%	97%	105%
酒泉钢铁集团	1,200	46%	43%	58%	63%
福建省三钢(集团)	1,100	94%	102%	106%	111%
中天钢铁集团	1,100	84%	119%	79%	102%
陕西钢铁集团	1,000	73%	102%	114%	113%
河北敬业集团	1,000	110%	104%	112%	103%
太原钢铁(集团)	1,000	103%	105%	107%	106%
南京钢铁集团	1,000	90%	98%	101%	110%
平均值		81%	88.6%	93.9%	93.8%
剔除京津冀企业影响后均值		81%	90.1%	94.7%	97.1%

资料来源: 公司官网及债券募集说明书, 中钢协, 国盛证券研究所

1.2.2 刚性增量之产能置换新增量

产能置换项目除了可以达到去除落后产能的目的外, 还会在产能分布区域结构、产品结构甚至是企业生产流程上产生一定的积极影响, 这也与我国推行产能置换项目的初衷相符。因为产能置换实质上是以先进产能替代落后产能为目的, 也是对部分产能极度过剩的区域进行调整。

据 Mysteel 统计, 2018 年以来全国共发布 96 个产能置换项目, 预计于 2020 年底前投产的约有 46 个项目, 涉及炼钢产能 7300 万吨左右、炼铁产能 6800 万吨左右。

根据工信部出台的《钢铁行业产能置换实施办法》规定, 除了要求对京津冀、长三角、珠三角等环境敏感区域实施置换比例不低于 1.25: 1, 其他地区实施减量置换外, 还对可用于置换的产能进行了严格规定, 当中也明确规定建设项目投产前产能出让方须拆除用于置换的退出设备, 这是完成减量置换的前提条件。

但考虑到部分企业在盈利的诱惑下可能存在未严格按照规定执行的情况, 阶段性出现新老设备同时生产的问题。鉴于此, 在新旧项目投产转换期间存在产量释放切换情况, 继

而对市场实际投放量产生一定幅度的影响。

综合考虑新设备利用效率高于老设备及部分重叠生产时间的情况，我们预计新建项目投产后对市场带来的增量按照 30%、40%、50% 的假设考虑，预计粗钢增量约在 2215-3692 万吨左右。

图表 6: 2018 年以来产能置换项目投产进度假设

单位：万吨		2018	2019H1	2020 年合计		
置换前	铁	8,609	5,759			
	钢	8,588	5,311			
置换后	铁	8,206	4,704			
	钢	8,085	4,733			
增减量	铁	-403	-1,056			
	钢	-503	-579			
	其中：电炉钢	1,568	700			
预计 2020 年投产比例		60%	40%			
2020 年铁产能新增投产		4,924	1,881	6,805		
预计 2020 年投产比例		65%	45%			
2020 年钢产能新增投产		5,255	2,130	7,385		
平均达产比例				50%	40%	30%
2020 年铁增加量				3,403	2,722	2,042
2020 年钢增加量				3,692	2,954	2,215

资料来源: Mysteel, 钢之家, 国盛证券研究所

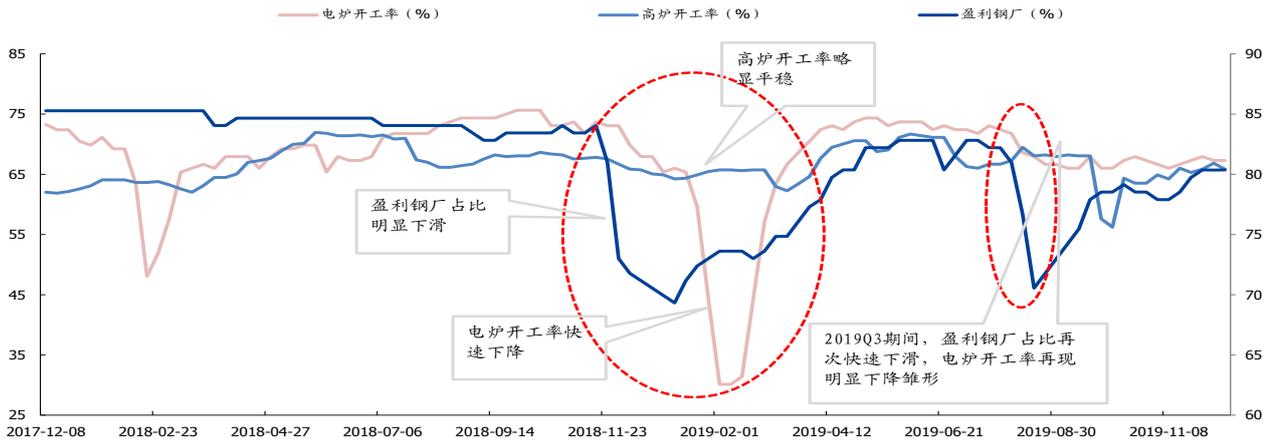
1.2.3 弹性增量之电炉钢开工率变化

我们对比在不用盈利环境下，长短流程钢厂开工率对盈利变化的敏感性发现：

- 1、短流程开工率相对长流程而言对盈利变化的反应更加敏感；
- 2、无论是开工率下降时点还是回升时点，短流程都要优先于长流程。

一方面，鉴于短流程停产工序比较灵活且相对长流程而言具有较低的停产成本；另一方面在国内废钢资源依旧偏紧俏的情况下，废钢价格偏刚性，短流程炼钢一般要比长流程炼钢成本高；所以短流程钢厂会率先对盈利的变化做出反应，一旦行业吨钢毛利处于低位，生产无利可图时，电炉钢开工率会有明显的下滑，继而带来产量间歇性波动，即我们所定义的弹性产量。

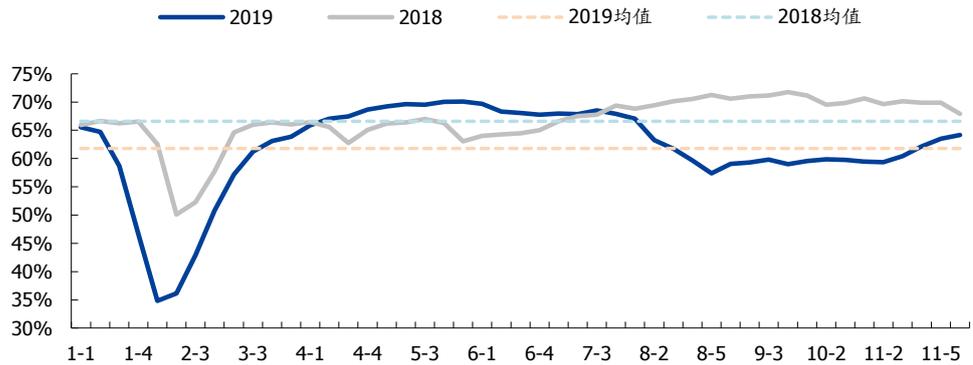
图表 7: 不同盈利环境下长短流程钢厂开工率走势情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

我们对比近两年电炉开工率走势,2019年相对2018年行业整体盈利出现了明显的下滑,且盈利波动跨度要大于2018年。相应而言,高炉开工率在2019年具有较为明显的波动,平均开工率约为61.8%,平均开工水平明显要低于2018年66.6%的均值。

图表 8: 近两年电炉钢开工率对比走势

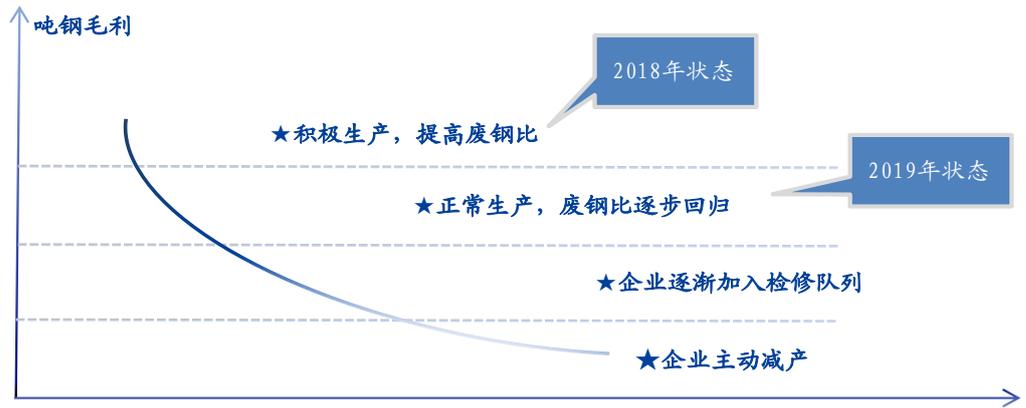


资料来源: 中国联合钢铁, 国盛证券研究所

1.2.4 弹性增量之废钢添加比例调整

前文已经分析,在行业盈利自高位开始理性回归的大背景下,2019年废钢比因素致粗钢产量边际持续增加的影响作用已变得相对较小。从大的方向上看,企业添加废钢比仍主要从成本与盈利的相关性去灵活调整。

图表 9: 企业生产能动性相对盈利的演化



资料来源: 国盛证券研究所

1.2.5 弹性增量之环保限产

上述电炉开工率及废钢比添加问题均属于企业根据盈利去主动调节的范畴，环保限产则为企业被动管控途径。2019年环保限产相对2018年有所放松后，环保限产重灾区在边际产量上已经有了明显的回升，但产量仍无法达到非限产企业正常生产甚至是超产的水平。

图表 10: 河北与全国高炉开工率对比走势



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

我们曾在2019年度策略中测算得出结果：以2018年全年为参考区间，叠加两年取暖季限产影响及非取暖季临时限产影响，测算2018年全年因环保限产影响的实际粗钢产量约2356.8万吨。

前文我们统计2019年环保限产地区产量增量约为2421万吨，略高于我们的估算值，但该数值高于我们的测算值并不表示2018年环保限产制约量全部在2019年有所释放。我们认为环保制约量确实有一大部分在2019年有所释放，但环保地区钢企增量仍有一部分来自于非限产期间内产能利用率的提高，即同样在非限产期间，钢企在2019年的产能利用率相对2018年有所提升。

我们看2018及2019两年取暖季，在河北、山西、山东、河南及天津主要供暖地区日均产量从10月起确实出现明显的下滑迹象，并于来年4月开始恢复。江苏地区在2019年则因临时环保限产放松明显，各月日产量相对波动并不明显，多数保持在日均33-34万吨左右。

图表 11: 环保限产区域近几年日均粗钢产量变化

万吨	河北	山西	江苏	山东	河南	天津
2017-09	52.6	13.8	31.6	19.3	9.3	6.0
2017-10	48.6	13.0	31.6	18.7	8.5	4.7
2017-11	43.2	11.7	27.8	18.2	7.2	3.7
2017-12	42.2	12.7	27.1	16.5	6.5	3.1
2018-02	53.6	12.5	29.7	17.9	6.7	4.6
2018-03	53.5	13.3	32.0	19.4	7.8	4.4
2018-04	64.3	15.1	31.3	21.7	8.2	5.6
2018-05	66.6	15.6	29.0	21.3	9.1	6.3
2018-06	69.6	16.4	29.3	20.7	9.2	6.2
2018-07	67.9	15.6	28.0	21.3	9.0	6.4
2018-08	64.7	16.2	27.8	21.4	9.4	6.3
2018-09	68.5	15.3	28.4	22.1	9.9	6.6
2018-10	70.6	14.9	28.0	21.6	9.5	5.9
2018-11	68.7	15.2	26.3	20.0	7.8	5.0
2018-12	63.2	14.6	29.1	17.3	5.4	4.6
2019-02	63.2	15.5	31.3	19.5	6.5	4.6
2019-03	64.3	13.9	32.6	20.1	7.3	5.6
2019-04	73.9	16.6	34.1	23.0	9.3	6.6
2019-05	72.9	17.2	34.4	22.7	10.4	7.0
2019-06	72.4	18.1	34.2	23.1	10.2	7.2
2019-07	61.1	17.5	33.5	22.0	10.4	7.0
2019-08	69.5	16.6	33.6	21.4	10.3	6.8
2019-09	66.3	16.0	33.2	20.6	9.3	6.6
2019-10	57.9	15.6	33.1	19.2	8.7	6.7

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

对于 2020 年判断, 我们认为取暖季限产情况或与 2019 年基本相当, 考虑到生产技术的革新, 悲观预期下预计仅有微幅增长; 对于非取暖季的限产政策则受到空气、大事件等影响不确定性较强, 但 2019 年有“70 年大庆”影响, 整体在 2020 年力度应会有一些减弱, 但增幅也较为有限。

图表 12: 环保限产地区产量预估

单位: 万吨		河北	山西	山东	河南	天津	江苏	限产地区合计
取暖季限产均值	2018	48.2	12.6	18.1	7.4	4.1	-	-
	2019	66.0	14.8	19.7	7.3	5.1	-	-
非取暖季均值	2018	66.9	15.7	21.4	9.1	6.2	29.0	-
	2019	67.7	16.8	21.7	9.8	6.8	33.3	-
取暖季均值	2020E	66.0	15.8	20.0	7.8	6.0	-	-
非取暖季均值	2020E	69.4	17.3	23.0	10.1	7.0	34.0	-
2020E 合计		24,472	6,004	7,830	3,290	2,371	12,240	56,207
2019 年化		24,290	5,917	7,701	3,252	2,292	12,164	55,616
同比增量		182	87	130	38	79	76	591

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

1.3 产量预测: 预计同比增速为 2.1%-6.9%

综上, 我们预计 2020 年国内粗钢产量约为 10.07-10.54 亿吨, 同比增速在 2.1%-6.9% 之间。其中我们认为, 在整个产量增幅中, 刚性增幅为 2.7%-4.2%, 弹性增幅为 -0.6%-2.7%。在弹性增幅中有关电炉开工率高低及废钢比例添加情况与行业盈利高低息息相关, 即弹性增量越大并不一定对行业是一个压力, 弹性增量多是结果导向型, 即盈利处于高位时, 才会导致这部分弹性增量大批释放。

图表 13: 2020 年粗钢产量预测 (单位: 万吨)

	非限产企业产能利用率提升	2019 年 (非限产区域)	产能利用率提升	增量
偏刚性增量		43,022	1pct	444
	产能置换粗钢新增量	上限	中性	下限
		3,692	2,954	2,215
	刚性增量合计	4,136	3,398	2,659
刚性增量致使粗钢产量同比增长		4.2%	3.4%	2.7%
弹性增量	存量电炉开工率 (主动性调整)	65%	61.8%	60%
	存量电炉相对增量	511	0	-287
	废钢比增减幅度 (主动性调整)	5%	0%	-3%
	废钢比调整致产量变化	1545	0	-927
	环保限产 (被动型调整)	2019	2020E	增量
	限产区域产量	55,616	56,207	591
弹性增量致使粗钢产量同比增长		2.7%	0.6%	-0.6%
2020E 增量合计		6,782	3,989	2,035
2020E 产量合计		105,421	102,628	100,674
同比增速		6.9%	4.0%	2.1%

资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所

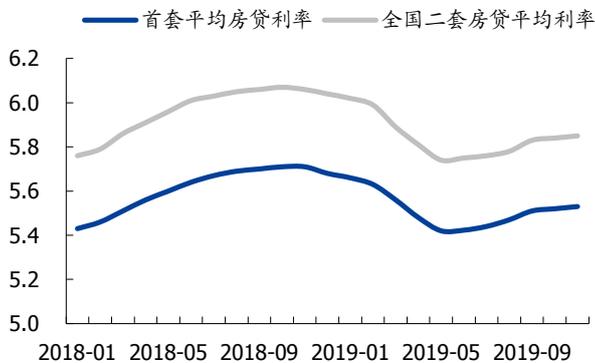
2、需求重在房地产韧性与基建复苏的配合

2.1 房地产：增速或自高位回落，后期主要看韧性

从销售端看，2019年初全国房贷平均利率自高位开始滑落，并于5月创下年内低点。截至11月，全国首套房及二套房贷平均利率为5.53%/5.85%，自2018年高点分别下降0.18/0.22个pct。

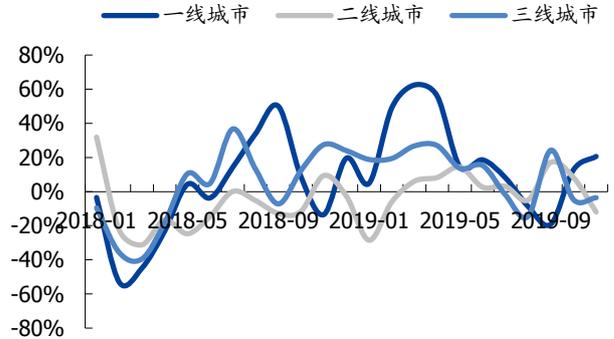
成交面积方面，2019年上半年整体要好于下半年，尤其在二季度30大中城市中一线城市商品房成交面积同比呈现大幅增长，二线城市同比由负转正，三线城市则依旧保持一定高位的增长。进入下半年后成交面积同比增速回落甚至出现负增长。截至11月，一线城市仍保持20.6%的单月同比增速，二三线城市则同比分别下降12%/3.6%。

图表 14: 全国房贷平均利率走势 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 15: 30大中城市商品房成交面积当月同比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

在房企拿地热情上，2019年以来100大中城市成交土地楼面均价与去年相比显著抬升，尤其自进入3月以来，成交土地楼面月均价基本在3000元/平方米以上水平，处于2018年中枢以上位置。成交土地溢价率自去年四季度初开始逐步回升，并于4月达到30%的峰值，下半年开始逐步下跌，截至12月中旬土地成交溢价率为9.23%，自前期10月低点开始稳步回升。

图表 16: 100大中城市成交土地楼面均价当周值



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 17: 100大中城市成交土地溢价率当周值



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

在购置土地面积上，自2018年经历高速增长后，进入2019年以来，土地购置面积同比增速进入负增长模式，截至10月，国内土地购置面积约为1.84亿平方米，同比下降16.3%。

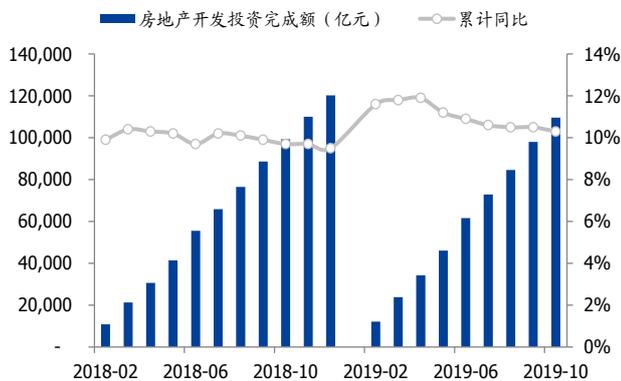
图表 18: 近两年土地购置面积变化



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2019年房地产开发投资完成额同比增速再上一个新台阶，全年同比增速均在10%以上的水平；新开工面积同比增速相比2018年虽有回落，但在基数继续加大的基础上大部分月份都保持在10%左右的水平，实属不易。

图表 19: 房地产开发投资完成额情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

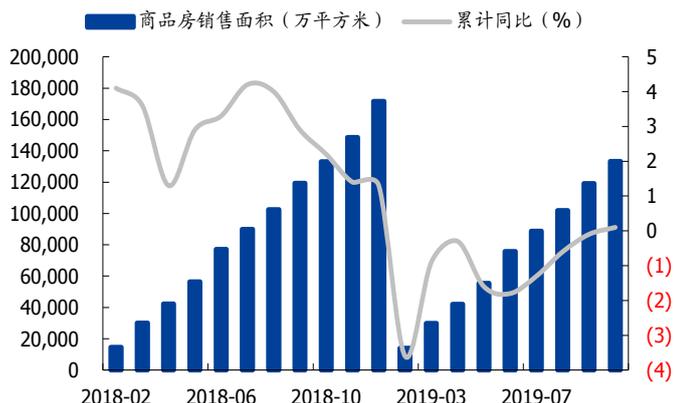
图表 20: 房地产新开工及施工面积同比变化



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

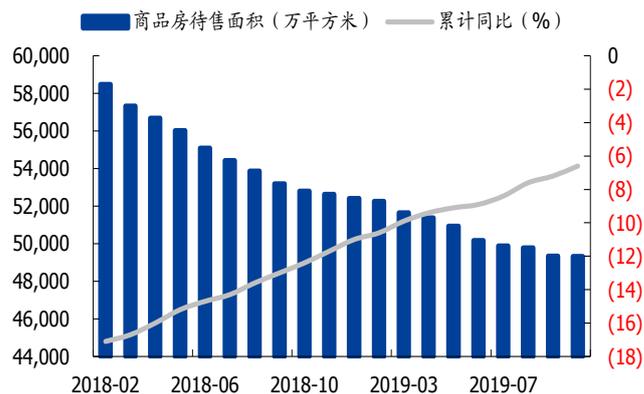
在整个“拿地—新开工—施工—销售”房地产链条中，目前在土地购置面积上出现了明显的负增长，房屋销售面积同比也有所回落，后期新开工面积持续高增长存在一定压力。但另一方面国内待售面积持续创新低，低库存可以促使销售端的资金快速转移至拿地、开工端，且当期新开工面积仍有较大的基数支撑，预计后期房屋新开工面积同比增速或将回落，但幅度及跨度可表现出比较好的韧性。

图表 21: 商品房销售面积变动情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 22: 商品房待售面积变动情况

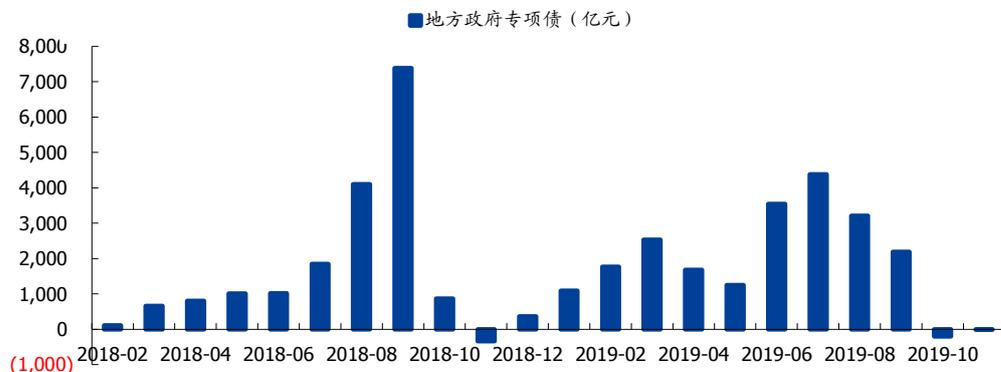


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2.2 基建: 同比增速有回升预期

2019 年以来国内宽松货币持续加码, 为基建温和复苏提供资金保障。从政府专项债看, 2019 年政府专项债额度与去年比有显著增加, 当年及 2018 年额度基本全部投放。2020 年新批 1 万亿专项债额度已经下放, 并要求严格限制专项债用于土地储备或房地产相关项目中, 真正落实到基建领域, 使其金额占比有望提升, 预计从 2020Q1 开始则会有比较好的拉动作用。

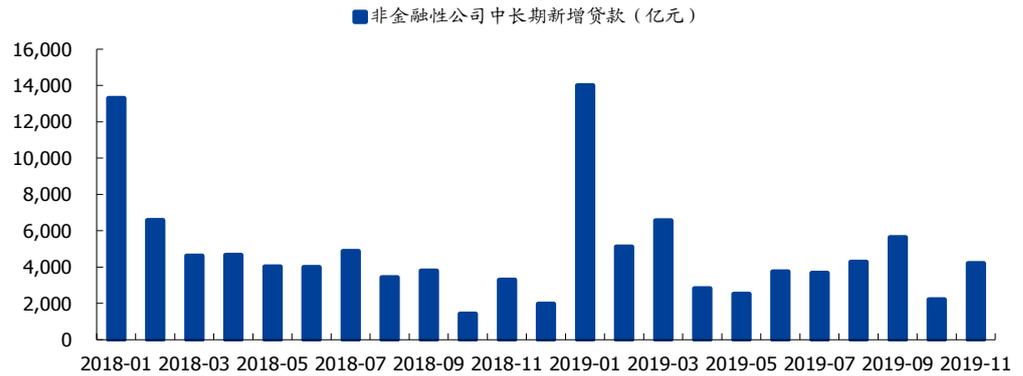
图表 23: 地方政府专项债当月值



资料来源: 中国人民银行, 国盛证券研究所

非金融性公司中长期贷款数据前 11 月累计金额为 5.48 万亿, 同比增加 798 亿元; 自今年 8 月以来, 非金融性公司中长期贷款数据每月同比均有增加, 尤其 9 月单月增加规模达 1837 亿元, 银行信贷供给后劲充足。

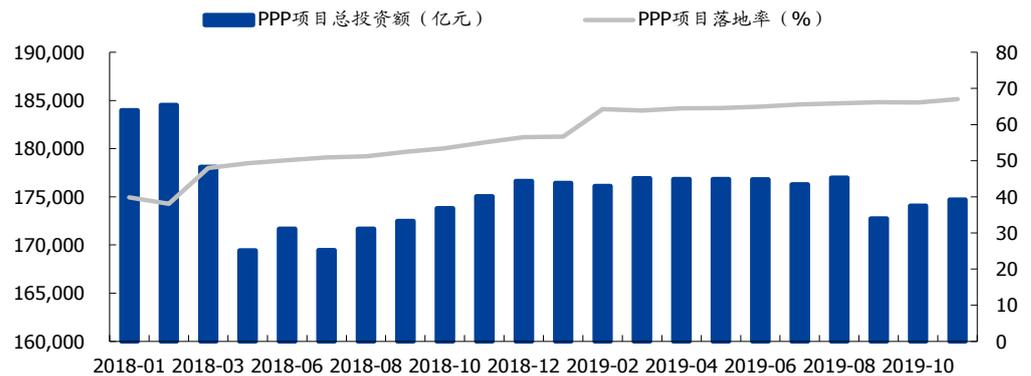
图表 24: 非金融性公司当月新增中长期贷款



资料来源: 中国人民银行, 国盛证券研究所

国内 PPP 项目当月总投资额自 2018 年下半年开始稳步回升, 单月高点曾接近 17.7 万亿的水平。项目落地率也开始逐步提高。截至 2019 年 11 月, PPP 项目当月投资额近 17.5 万亿, 项目落地率为 67.1%, 自前期低点上升近 29 个 pct。

图表 25: PPP 项目总投资额与落地率



资料来源: 财政部, 国盛证券研究所

当前融资环境边际持续改善, 对冲政策实效会逐步显现, 后期基建投资增速大概率会继续温和回升, 预计 2019 年基建投资增速有望升至 6%-8%。

图表 26: 基建投资增速变化情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2.3 制造业：关注汽车、油气细分领域

机械领域：挖掘机产量同比增速虽有回落，但仍处高位。2019年1-11月，国内挖掘机累计产量为23.76万台，同比增长14.9%。2019年房地产新开工面积同比增速仍保持在10%左右的水平，施工面积同比增速更是加速上升，挖掘机需求景气持续处于高位。后期预计国内挖掘机产销增速或有小幅回落，但机械的日常更新及环保问题带来的更新换代需求可确保需求持续处于相对景气周期，产量增速调整幅度相对可控。

图表 27: 国内挖掘机产量及同比增速



资料来源：国家统计局，国盛证券研究所

汽车领域：汽车消费领域有望走出周期底部。2019年1-11月，国内汽车产量为2285.8万辆，同比下降9.6%，2019年汽车产量同比降幅在持续收窄。2019年1月国家推出《进一步优化供给推动消费平稳增长促进形成强大国内市场的实施方案(2019年)》，制定六项措施促进汽车消费，车企开始陆续启动补贴方案，抢占市场先机。随着后续具体细则的落地，“汽车下乡、换代升级”需求有助于零售端逐步回暖，促使行业重新步入向上周期。2019年冷板盈利处于行业各产品底端，近期已开始有明显的恢复，预计明年随着汽车消费逐渐走出周期底部，冷板产品盈利在边际变化上会有明显的回升。

图表 28: 国内汽车产量及同比增速

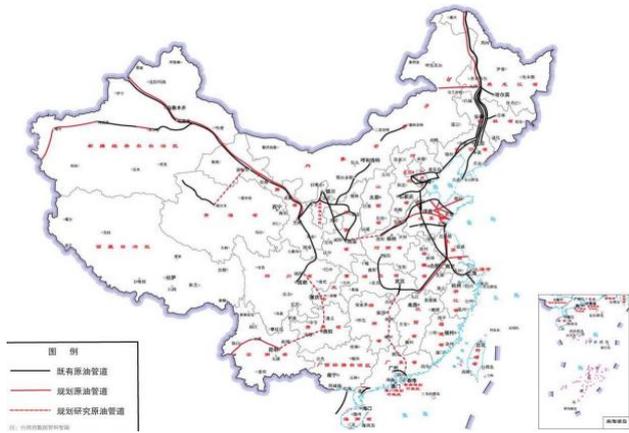


资料来源：国家统计局，国盛证券研究所

油气领域：战略性或大于经济性，弱化周期属性

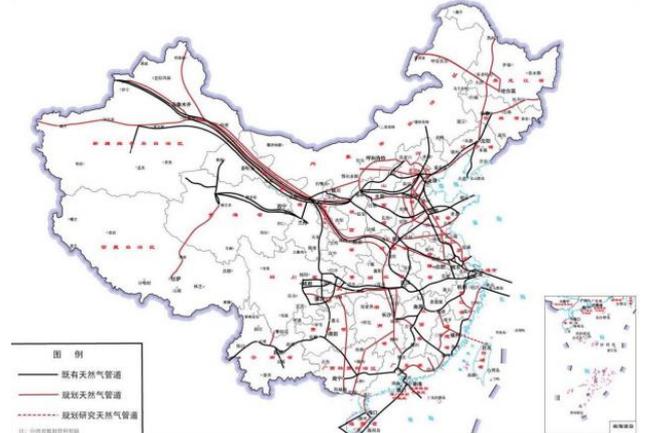
发改委《中长期油气管网规划》提出我国要加强陆海内外联动，巩固完善西北、东北、西南和海上油气进口通道，促进“一带一路”沿线国家和地区能源互联互通，到2025年基本形成“陆海并重”的通道格局。同时亦要加强天然气管道基础网络建设，坚持“西气东输、北气南下、海气登录”原则，到2025年逐步形成主干互联、区域成网的天然气基础网络。

图表 29: 中长期原油主干管网规划示意图



资料来源: 发改委, 国盛证券研究所

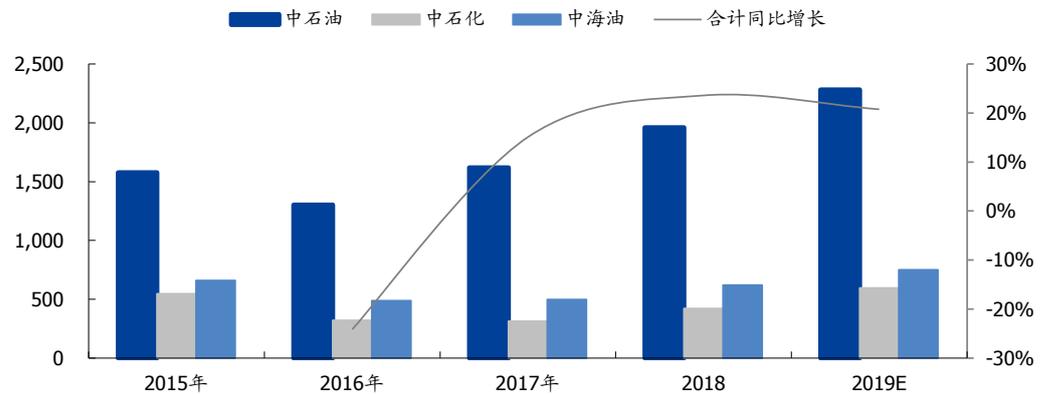
图表 30: 中长期天然气主干管网规划示意图



资料来源: 发改委, 国盛证券研究所

在国家能源安全及消费结构调整的大背景下,国内主要能源企业持续加大资本开支力度,2019年“三桶油”勘探与开发资本性支出合计投资计划约3628亿元,同比增长20.8%。近期国家在对“石油天然气管网集团有限公司”成立批示中强调,国家要推进改革创新,提高油气资源配置保障,以便于更好的服务国家战略。我们预计至少未来三年内油气管网建设的战略属性要大于经济属性,在油气领域的资本开支大概率会持续增长,且逐步呈现出弱周期特征。

图表 31: 三桶油历年勘探与开发资本性支出(单位: 亿元)



资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所

2.4 需求预测: 预计同比增速为-1.2%-3.5%

以房地产新开工面积同比增速和基建投资同比增速为主要参考指标做出2020年需求的三项测算值,在一定假设基础上我们预计国内终端需求同比变化幅度约在-0.9%-4.2%之间,整体需求同比变化幅度约在-1.2%-3.5%之间。

预测下限: 假设房地产新开工面积同比增速为-4%,基建投资同比增速为4%,2019年国内终端需求约7.75亿吨,全年钢材需求总量约8.37亿吨,终端需求同比下降0.9%,需求合计同比下降1.2%;

预测中值: 假设房地产新开工面积同比增速为0%,基建投资同比增速为6%,2019年国内终端需求约7.95亿吨,全年钢材需求总量约8.57亿吨,终端需求同比增长1.6%,

需求合计同比增长 1.2%;

预测上限: 假设房地产新开工面积同比增速为 4%，基建投资同比增速为 8%，2019 年国内终端需求约 8.15 亿吨，全年钢材需求总量约 8.77 亿吨，终端需求同比上升 4.2%，需求合计同比上升 3.5%。

图表 32: 国内钢材需求测算

百万吨	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	预期下限 2020E	预期中值 2020E	预期上限 20120E
建筑	435.0	410.0	412.0	430.0	465.0	520.8	514.6	531.8	549.0
机械	127.0	125.0	122.0	136.0	140.0	142.0	142.0	142.0	142.0
汽车	54.0	56.0	61.2	64.0	54.0	50.0	48.0	50.0	52.0
造船	17.0	16.0	15.1	15.2	10.9	11.3	10.0	10.0	10.0
能源	10.0	11.0	11.4	33.0	33.0	34.0	35.0	36.0	37.0
家电、五金行业	12.0	12.5	13.1	14.5	12.5	13.5	14.0	14.0	14.0
其他	17.3	14.5	15.0	15.0	12.0	10.3	11.0	11.0	11.0
国内需求	672.3	645.0	649.8	707.7	727.4	781.9	774.6	794.8	815.0
外部需求	79.3	80.6	95.3	75.4	69.3	65.1	62.0	62.0	62.0
需求合计	751.6	725.6	745.1	783.1	796.7	847.0	836.6	856.8	877.0
YOY	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	预期下限 2020E	预期中值 2020E	预期上限 20120E
建筑	2.8%	-5.7%	0.5%	4.4%	8.1%	12.0%	-1.2%	2.1%	5.4%
机械	3.3%	-1.6%	-2.4%	11.5%	3.0%	1.4%	0.0%	0.0%	0.0%
汽车	1.9%	3.7%	9.3%	4.6%	-15.6%	-7.4%	-4.0%	0.0%	4.0%
造船	0.0%	-5.9%	-5.6%	0.7%	-28.3%	3.7%	-11.5%	-11.5%	-11.5%
能源	0.0%	10.0%	3.6%	189.5%	0.0%	3.0%	2.9%	5.9%	8.8%
家电、五金行业	0.0%	4.2%	4.8%	10.7%	-13.8%	8.0%	3.7%	3.7%	3.7%
其他	3.0%	-16.2%	3.4%	0.0%	-20.0%	-14.2%	6.8%	6.8%	6.8%
国内需求	2.7%	-4.1%	0.7%	8.9%	2.8%	7.5%	-0.9%	1.6%	4.2%
外部需求	5.2%	1.6%	18.2%	-20.9%	-8.1%	-6.1%	-4.7%	-4.7%	-4.7%
需求合计	2.9%	-3.5%	2.7%	5.1%	1.7%	6.3%	-1.2%	1.2%	3.5%

资料来源: 冶金工业研究院, Mysteel, 国盛证券研究所

3、盈利底部位置或上移

3.1 钢材及主要原料价格变动的预期之内与预期之外

预期之内:

I 钢价如期自高位开始下跌,以螺纹钢为例,2019 年均价约 3886 元/吨,同比下跌 6%;
 II 焦炭价格仍以跟随钢价波动调整为主,2019 年焦炭均价为 1936 元/吨,同比下跌 10%;
 III 废钢价格表现强于钢价,2019 年均价为 2424 元/吨,同比上涨 12%。

预期之外:

I 铁矿石价格上涨幅度略超预期,2019 年进口矿均价为 670 元/吨,同比上涨 41%;
 II 2019 年钢价均值高于预期,主要系铁矿价格上涨对钢价带来的支撑。

图表 33: 钢材及主要原料价格相对走势

单位: 元/吨		2015	2016	2017	2018	2019E
螺纹钢 (含税价)	波动区间	1690—2670	1860—3560	3130—4810	3730—4700	3580-4170
	均值	2135	2412	3807	4119	3886
	同比增长	-30%	13%	58%	8%	-6%
	同比增加	-912	277	1396	312	-233
铁矿石	波动区间	305—505	330—510	407—645	438—543	514-854
	均值	421	413	497	475	670
	同比增长	-39%	-2%	20%	-5%	41%
焦炭	波动区间	710—1035	690—2215	1630—2290	1700—2615	1750-2150
	均值	863	1191	1869	2148	1936
	同比增长	-23%	38%	57%	15%	-10%
废钢	波动区间	920—1640	970—1610	1470—2220	1925—2410	2310-2590
	均值	1269	1330	1643	2167	2424
	同比增长	-38%	5%	24%	32%	12%
钢坯成本	波动区间	1474—2033	1526—2659	2187—2687	2298—2929	2593-3141
	均值	1770	1932	2436	2597	2831
	同比增加	-645	161	504	161	234
产量 (亿吨)	粗钢产量	8.04	8.08	8.32	9.28	9.86
	同比增速	-2.30%	1.20%	5.70%	6.60%	6.25%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 (注: 2019年数据更新截至12.16日)

从 2019 年钢价及吨钢毛利的相互关系看:

I 2019 年吨钢毛利波动跨度较大, 主要系两方面原因: 1、前期市场悲观预期致钢价超跌及铁矿石价格超涨, 双向挤压毛利; 2、四季度钢材阶段性的供需错配致钢价补涨及铁矿石前期超额涨幅的回吐, 双向打开毛利空间。

II 2019 年螺纹钢吨钢毛利均值约 400 元/吨, 但钢价上与 2017 年相比, 同样的价格对应的吨钢毛利有所收窄, 即整体上 2019 年成本红利被削弱, 甚至成本已成为压力, 产业链利润向上游转移。

图表 34: 不同价格对应的吨钢盈利情况 (单位: 元/吨)

吨钢毛利	年份	钢价波动范围	当年价格均值
100 以下	2015 年	1690—2670	2135
	2012 年	3490—4320	3960
100-200	2014 年	2660—3440	3048
	2010 年	3650—4710	4124
200—300	2011 年	4330—4970	4684
	2013 年	3200—3930	3555
	2016 年	1860—3560	2412
600	2017 年	3130—4810	3807
700-800	2018 年	3730—4700	4119
79-880	2019 年	3580-4170	3886

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

3.2 2020年钢价与吨钢毛利联动关系预判

2020年主要原料价格假设:

铁矿石: 2019年国内环保限产政策放松,国内粗钢产量存在边际扩张预期,叠加淡水河谷溃坝事件致供给侧阶段性收缩,铁矿石价格在2019年走出一波较为明显的独立性上涨行情。2020年,鉴于铁矿石供给收缩影响在2019年基本已经消化,且收缩预期并不预备持续性支撑,预计铁矿石价格中枢同比下移,走势上在国外不再发生其他意外事件的情况下多会跟随钢价同期调整,进口矿价下调目标位置为每吨70美元左右。

焦炭: 2019年焦炭价格同钢价一同下调,且下调幅度大于钢价。预计2020年焦随钢走的局面大概率依然会持续,钢企利润的收窄会继续向焦炭领域传导,但鉴于2019年钢价在绝对位置上受到矿价支撑位置并不低,2020年焦炭价格的震荡幅度或会小于钢价。

废钢: 2020年国内电炉钢仍有新增投产,长流程钢厂在盈利尚可的情况下依然会保持一定的废钢添加比例,且当前我国废钢资源来源并不富裕,预计废钢价格走势依然会以偏刚性为主,整体表现要好于钢价。

钢价与吨钢毛利联动关系预判:

对于钢价而言,在市场情绪对长期需求依然以悲观为主的前提下,2020年钢价中枢仍会继续下移,预计波动范围主要在3300-4100元/吨之间。但对于铁矿石原料而言,2019年铁矿石价格的超额上涨对于钢厂而言是一个成本压力,但2020年我们认为铁矿石相对钢价或有超额下跌,从边际变化上讲铁矿石会由成本压力转化为成本红利,即在2020年同样的钢价对应的吨钢毛利要高于2019年。我们预计2020年吨钢毛利若维持在300元/吨以上的水平,则钢价中枢(含税)需在3550元/吨以上。

图表 35: 2020年吨钢毛利与钢价联动关系假设(单位:元/吨)

吨钢毛利	对应钢价
100以下	3300以下
100-200	3300—3400
200—300	3400—3550
300—400	3550—3700
400—500	3700—3850
500—600	中枢 3900
600—700	中枢 4000
700—800	中枢 4100

资料来源:国盛证券研究所

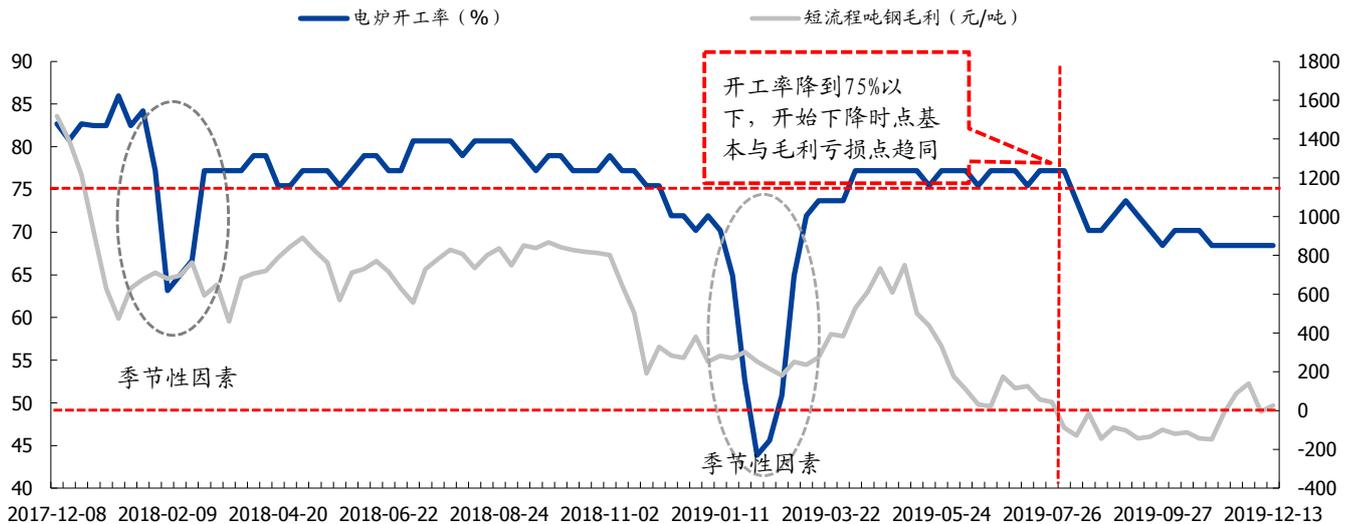
3.3 吨钢盈利底部位置再探讨

我们曾多次解析行业吨钢毛利底部位置判断逻辑,本文将在对2020年预判情况的前提下进一步证实与判断行业吨钢毛利的底部位置情况。

3.3.1 电炉钢停产依然是主要保障

纵观2019年,自8月起电炉开工率出现了明显的下降迹象,从77%的点位下降至68%附近。从盈利上看,电炉钢吨钢毛利自5月中旬起开始步入下降通道,我们的模型显示时点毛利自8月起开始出现亏损,该时点恰好与电炉钢开工率开始下降的时点吻合,我们初步判断对于短流程而言,吨钢毛利盈亏点或是影响企业生产积极性的一个重要因素,电炉钢厂会阶段性停产,后续可推进钢价止跌反弹,盈利回升。

图表 36: 电炉开工率与短流程盈利对比走势



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

3.3.2 预计行业低谷期长短成本差略高于 2019 年

我们将长短流程吨钢毛利差相对状态分为四个波段:

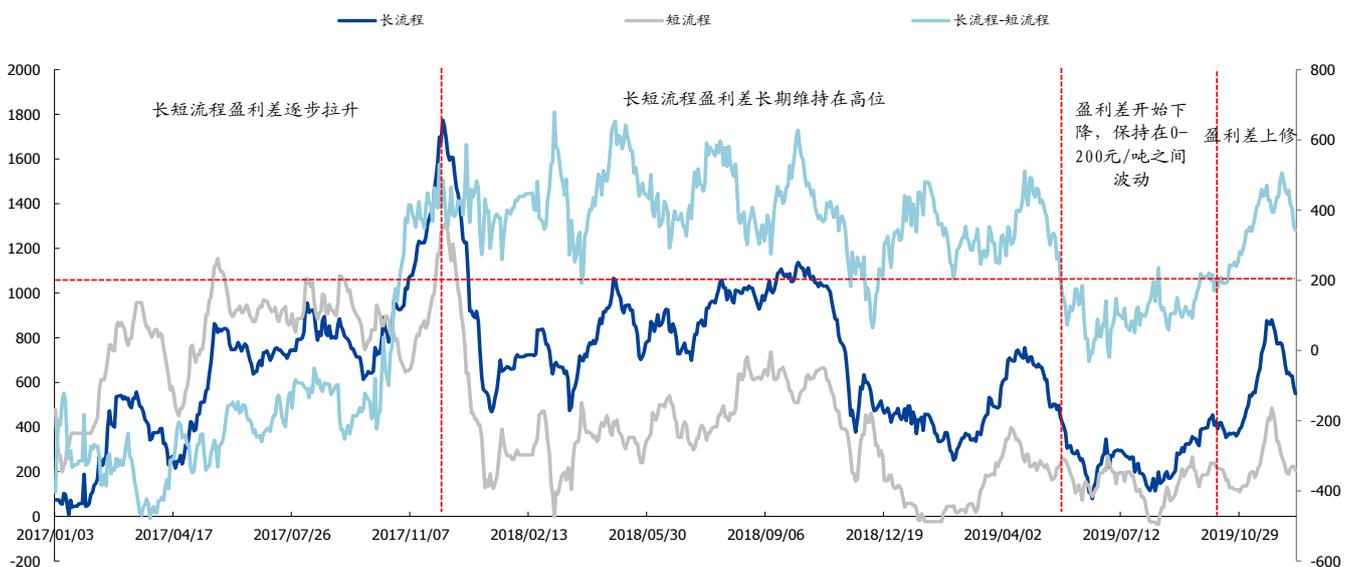
一波段主要为 2017 年, 在该阶段钢价开始复苏, 长流程与短流程毛利差由负转正, 且差距不断扩大;

二波段主要为 2018—2019 年 3 月底, 在该波段钢价依旧保持在相对高位, 铁矿石价格并没有跟随钢价出现相应的涨幅, 相对较高的废钢比提升废钢价格, 长流程与短流程毛利差持续稳定在 200 元以上的水平, 最高接近 600 元/吨;

三波段主要为 2019 年 4—9 月, 铁矿石价格出现独立行情, 钢厂在成本压力下废钢比添加比例也有所回落, 此时长流程与短流程毛利差开始收缩, 基本每吨在 0-200 元之间波动。

四波段为 2019 年 10 月至今, 钢价超跌修复, 矿价自高位调整, 长流程与短流程毛利再度走阔, 在 200-400 元/吨之间波动。

图表 37: 长短流程吨钢毛利对比走势 (单位: 元/吨)



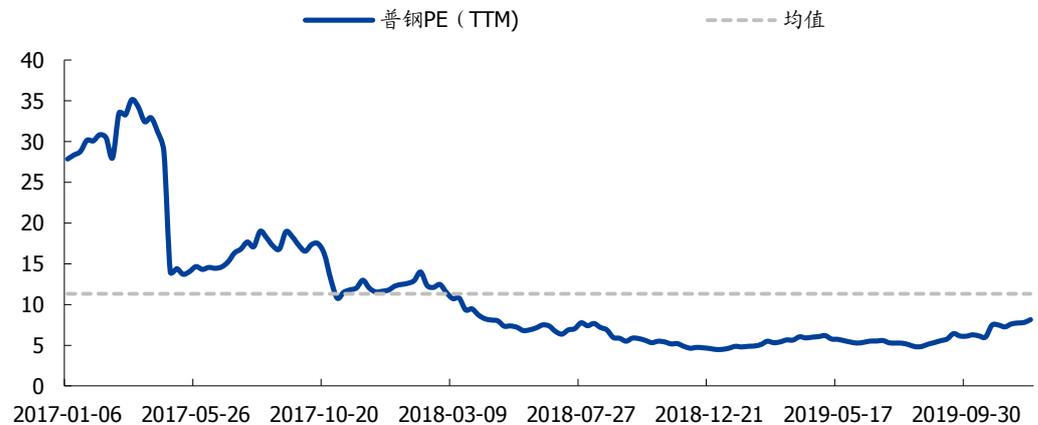
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

对于 2020 年而言，我们认为一方面电炉钢新增产能投产后，电炉钢产量占比会有进一步提升，边际上对供给侧阶段性的调节作用会加强；另一方面，预判 2020 年铁矿石会从成本压力转向成本红利，而废钢价格依旧会以偏刚性为主，以此推论 2020 年电炉钢与长流程钢厂的成本差在行业低谷时会高于 2019 年，底部差值预计在 200 元/吨左右。

4、投资建议

2017 年以来，普钢板块市盈率自高点开始持续回落，尤其在 2018 年之后，源于市场对行业景气度及盈利持续性的质疑，普钢估值持续被压制。经统计，近三年普钢 PE 均值为 11.3 倍，当前最新值为 8.1 倍，仍处于平均值之下。我们认为板块估值低虽不是投资的理由，却可以成为投资安全边际的保障。

图表 38: 2017 年以来普钢板块市盈率走势



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

钢铁行业供给侧改革尚未结束，虽然直接去产能阶段已接近尾声，但产能置换、兼并重组等事项仍未完成，产量增长仍有空间，市场短期内也很难对供给侧做出清晰的把控；另一方面虽然当下房地产热度不减，但长期需求悲观，市场更倾向于认为行业盈利底部尚未出现，在供给侧或需求侧没有明确的利好支撑之前，普钢板块估值有明显的大幅修复并不容易，行业需要在悲观中求生存。但当外界环境因素发生积极变化时或最终呈现的结果好于市场预期，届时的低估值会赋予个股较高的增长弹性，提升投资吸引力，即我们常说的预期差行情，当中的关键变量主要是产量边际变化，基建好转程度及地产需求韧性等问题，市场也多半以阶段性行情为主。在面对同样的行业大局势下，我们认为选股可将目光放长远些，自下而上选择，在同质化标的中寻求差异化。

两类模式选股:

I 阶段性行情: 选择弹性大、吨钢盈利居前的优质标的。**主推标的:** 方大特钢、三钢闽光、华菱钢铁;

II 中短期行情: 同中求异，寻找成长性。**推荐标的:** 方大特钢、久立特材。

图表 39: 部分主要普钢企业近几年吨钢毛利情况

公司简称	钢材产量 (万吨)			吨钢售价 (元/吨)			吨钢毛利 (元/吨)		
	2017	2018	2019H1	2017	2018	2019H1	2017	2018	2019H1
方大特钢	369	425	198	3,666	3,983	4,174	1,158	1,294	1,098
南钢股份	878	917	500	3,777	4,288	4,817	667	920	747
三钢闽光	631	959	508	3,443	3,707	3,722	908	1,073	716
宝钢股份	4,538	4,675	2,335	4,788	4,936	6,033	679	791	667
华菱钢铁	1,666	1,836	1,004	4,205	4,707	4,814	633	853	657
柳钢股份	722	765	390	5,384	5,816	5,863	480	854	602
新钢股份	802	844	473	3,937	4,340	5,582	523	776	590
杭钢股份	436	443	210	3,331	3,725	5,948	624	699	551
河钢股份	2,638	2,578	1,326	3,970	4,466	4,705	477	631	527
山东钢铁	717	1,001	572	5,771	4,745	5,656	501	573	445
韶钢松山	580	618	340	3,379	3,828	4,055	598	757	441
鞍钢股份	2,068	2,413	1,274	4,418	4,345	4,008	628	705	401
马钢股份	1,860	1,870	891	3,729	4,075	4,156	559	570	376
八一钢铁	493	523	263	3,336	3,734	3,624	473	500	332
凌钢股份	502	549	291	3,346	3,570	3,657	526	480	322

资料来源: 各公司公告, 国盛证券研究所

★方大特钢: 业绩存在同比增长预期标的

优秀的企业文化及经营管理模式仍是行业效仿典范。公司三季度吨钢毛利约为 614 元/吨, 对比行业而言公司吨钢盈利仍保持 400 元的优势。矿价自 9 月开始有明显回落, 边际上可再享成本红利;

产量回升预期。高炉燃爆事故最终结果已出, 公司被处 100 万元罚款, 对公司业绩影响较小。后期随着 2 号高炉的复产, 公司产量可逐步回升;

管理费用压力逐步缓解。公司股权激励费用采取加速计提的方式, 至 2019 年三季度末公司已累计提取 18 个月, 预计在 2019Q4 及 2020Q1 期间管理费用压力可逐步得到缓解;

高分红概念进一步提升配置积极性。公司为行业里传统高分红企业, 近两年股利支付率均在 80% 以上, 在四季度末市场会开始关注高分红概念, 利于提升市场对其配置的积极性;

存在净利同比增长预期。2019 年因量及股权激励费用影响, 公司业绩或提前达到行业对应平均毛利值 300 元/吨时期的水平, 2020 年两项因素应均有好转, 存在净利同比增长预期。

风险提示: 需求下滑超预期风险; 高炉复产进度低于预期风险; 持续高分红的不确定性风险。

图表 40: 主要普钢上市公司分红情况

证券代码	证券简称	现金分红比例 (%)			未分配利润 (亿元)	
		2016	2017	2018	2018	2019Q3
600507.SH	方大特钢	50.2	83.5	84.1	35.6	23.7
600019.SH	宝钢股份	51.8	52.3	51.6	732.6	712.4
002110.SZ	三钢闽光	29.7	38.0	50.2	100.0	96.8
600808.SH	马钢股份		30.8	46.6	74.1	64.8
000778.SZ	新兴铸管	27.2	54.8	38.0	75.8	79.6
601003.SH	柳钢股份	39.1	48.4	33.4	60.6	60.0
600282.SH	南钢股份		6.9	33.1	80.6	91.8
000709.SZ	河钢股份	54.6	58.4	29.3	118.0	121.7
000898.SZ	鞍钢股份	30.0	29.9	20.0	56.4	55.8
000761.SZ	本钢板材		12.1	18.7	19.5	22.4
600569.SH	安阳钢铁			12.9	6.5	7.9
600782.SH	新钢股份	11.1	9.2	10.8	90.4	110.5
600231.SH	凌钢股份	32.0	10.4	10.2	34.1	36.9
600010.SH	包钢股份		11.1	9.6	39.7	51.8
000932.SZ	华菱钢铁				62.4	96.9
600126.SH	杭钢股份				43.2	52.2
600022.SH	山东钢铁				2.9	7.8
000717.SZ	韶钢松山				-0.6	12.3
600581.SH	八一钢铁				-16.1	-13.7
000959.SZ	首钢股份				-32.6	-20.2
600307.SH	酒钢宏兴				-38.2	-25.6
601005.SH	重庆钢铁				-102.9	-95.7

资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所

★久立特材: 业绩增长与估值修复双击

当下订单饱满且高端品占比不断提升。受益油气管网领域布局加速, 公司订单持续处于饱和状态, 2019 年前三季度产品综合毛利率呈现逐季上升态势。当下公司在手订单仍处在峰值区域, 且高端品比重有所提高, 订单饱满及单品加工费提升确保业绩增长的持续性。

核电重启为业绩增长再添动力。公司有 U 型管产品且国内仅有公司与宝银具备生产资质, 对于国内核电建设相应需求可以获取进口替代之效。2019 年核电重启已现端倪, 若今后国内核电重启工作上轨道, U 型管产品便可以释放业绩, 增添业绩增长新动力。

存在估值提升预期。在国家确保能源安全的大背景下, 能源结构调整势在必行, 若此后战略性需求强于经济性需求, 油气领域的周期性将被弱化, 而中长期偏成长的属性利于公司估值提升。

风险提示: 1、油气领域景气度低于预期的风险; 2、核电重启进程低于预期的风险; 3、原料价格波动超预期风险。

5、风险提示

- 1、不限产企业产量波动超预期风险：**若钢厂偏于非理性生产，在盈利与量上过多追求量的扩张，则存在非限产企业产能利用率提升幅度超预期的风险；
- 2、产能置换致有效产能大幅释放的风险：**若产能置换监管不严，出现大批新旧设备同时有产出或者大规模出现低效率产能置换的高效率产能集中投产，产量在短期内增长幅度超预期，则会给钢价带来进一步下调的压力；
- 3、环保限产政策实际执行效果低于预期的风险：**若限产实际执行结果没有达到最本质的要求，以至于处于限产领域的企业在限产期间也没有减产迹象或减产迹象及其微弱，达到了正常生产甚至超产的水平；
- 4、需求下滑超预期的风险：**若地产需求韧性不足或基建恢复程度低于预期，则全年需求下滑存在超出预期的风险；
- 5、原料价格相对钢价表现强势且超预期的风险：**若国外铁矿石供给端减产再度扩大或钢厂增产超预期致矿价相对坚挺，则存在吨钢盈利中枢下移超预期的风险。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告所涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
	行业评级	减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com